

分众传媒【002027】基本面分析

一、 分析逻辑与结论

1. 结论：谨慎推荐

- 1) 分众传媒成立于 2003 年，2005 年 7 月到 2013 年 5 月期间在美国纳斯达克上市，2015 年底，分众传媒借壳七喜控股在 A 股上市。公司当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含楼宇视频媒体和框架媒体）、影院银幕广告媒体、卖场终端视频媒体等。楼宇视频、框架、影院映前媒体市占率分别达到 95%、70%、55%。
- 2) 目前，分众传媒借壳七喜控股交易已完成：分众传媒置入资产作价 457 亿元，七喜控股以置出资产（作价 8.8 亿）、支付现金（50 亿）和增发方式兑付（10.46 元/股，增发 38.13 亿股，交易金额 398.90 亿），另外定增融资 50 亿元用于支付现金对价（19.80 元/股，增发 2.52 亿股）。2016 年 4 月 15 日，公司配套融资的新股上市，2016 年 4 月 18 日起，公司证券简称由“七喜控股”变更为“分众传媒”。至此，公司顺利完成重大资产重组的各项工作。
- 3) 交易完成后，公司实际控制人变更为江南春，其通过全资控股公司 Media Mangement (HK) 持有上市公司 23.34% 股份，员工持股企业融鑫智明持股比例为 1.62%。同时分众传媒承诺在 2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的扣非净利润数分别不低于人民币 29.58 亿元、34.22 亿元、39.23 亿元。2015 年公司实现营业收入 86.27 亿元（+15.07%）；实现净利润 33.89 亿元（+40.35%）；2016 年上半年公司实现营收 49.27 亿（+22.4%），实现净利润 19.01 亿（+23.58%），其中楼宇媒体收入占比 81.4%，影院视频收入占比 18%。

2. 投资建议

- 1) 公司目前总市值 1057 亿，公司借壳时承诺 16 年-17 净利润分别为 34.22 亿-39.23 亿，2016 年前三季度公司净利润已达 31.5 亿，**公司表示 16 年的净利润目标是 44—46 亿，同比 15 年增长 29%—35%；假设 17 年净利润同比增长 20%（所处行业增长较快），达 53 亿，则 17 年估值 20 倍。**
- 2) 综合来看，一方面，公司目前作为 A 股传媒市值最大的公司，业绩虽稳定增长，但市值较大；另一方面，参与定增的机构于 2016 年 12 月份（解禁股份占总股份的 34.75%，解禁市值 421 亿，目前已解禁 3.84 亿股，占总解禁数的 12.65%）、17 年 4 月份解禁，大股东锁定三年，18 年解禁。
- 3) **从公司登陆 A 股市场以来的动作看，在金融、体育、影视领域，将逐渐有所布局，**考虑到标的具有稀缺性，且公司所处楼宇广告及影院视频领域近几年增速较快，未来几年公司业绩有望保持 20% 左右的增速，目前市值对应 17 年估值 20 倍，相对合理。**但公司今年解禁压力较大，2016 年 12 月份解禁的近 30 万股（解禁市值近 400 亿）及 2017 年 4 月份解禁 5 亿股（解禁市值 60.5 亿），机构持股成本较低（5.23 元），会持续抛售。建议持续关注交易性机会。**

二、 公司减持进展

1. 限售股解禁明细

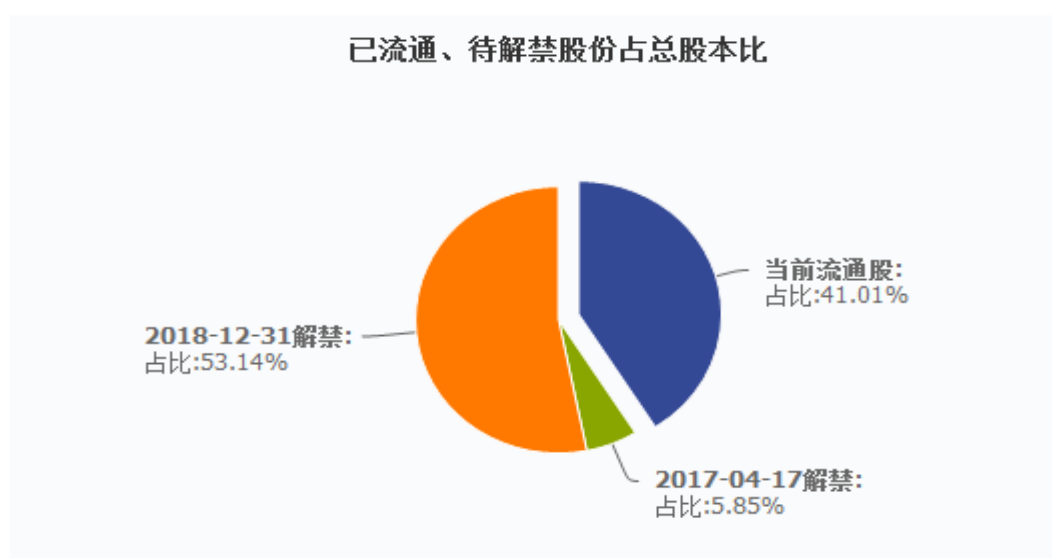
根据公司借壳上市规定，公司股份分别于 2016 年 12 月 29 日、2017 年 4 月 17 日、2018 年 12 月 31 日解禁，解禁占比分别为 34.75%、5.85%和 53.14%。

表 1 限售股解禁明细表

解禁日期	股份数量(万股)			本次解禁数量占比(%)			上市股份类型	剩余限售股数(万股)
	解禁前流通股	本次解禁	解禁后流通股	占解禁前流通股	占解禁后流通股	占总股本		
2018/12/31	404,832.55	459,106.63	863,939.19	113.41	53.14	52.55	定向增发机构配售股份	9,744.16
2017/4/17	354,327.50	50,505.05	404,832.55	14.25	12.48	5.78	定向增发机构配售股份	468,850.80
2016/12/29	50,722.86	303,604.64	354,327.50	598.56	85.68	34.75	定向增发机构配售股份	519,355.85

数据来源: Wind

图 1 已流通、待解禁股份占总股本比 (2017.2.19 统计)



资料来源: Wind

1) 2016.12.29 解禁股东明细

根据 Wind 统计，2016 年 12 月 29 日到期解禁的股份数量为 30.36 亿股，解禁市值达 421 亿。

表 2 2016 年 12 月 29 日限售股解禁明细表

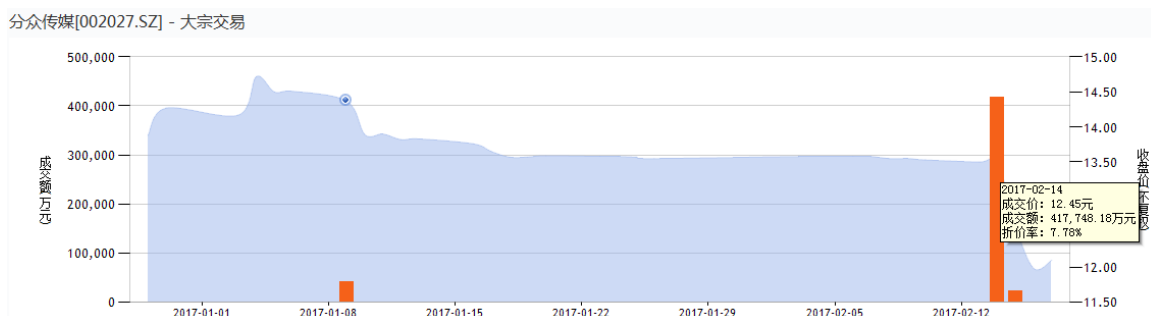
股东名称	本次解禁股份数量(万股)	解禁市值(万元)
HGPLT1 Holding Limited	15,922.15	220,999.45
Glossy City (HK) Limited	66,604.16	924,465.70
Flash (HongKong) Limited	5,543.08	76,937.88
Power Star Holdings (HongKong) Limited	75,168.81	1,043,343.01
Gio2 Hong Kong Holdings Limited	64,639.87	897,201.41
CEL Media Investment Limited	11,086.71	153,883.59
Giovanna Investment Hong Kong Limited	64,639.87	897,201.41
合计	303,604.65	4,214,032.45

数据来源: Wind

2. 近期大宗交易数量

根据 Wind 披露的大宗交易数据，2016 年 12 月 29 日至今，大宗交易共成交股份数量为 3.84 亿股（占总解禁数的 12.65%），成交额为 48.31 亿元，成交均价 12.57 元，后续减持压力仍较大。

图 2 公司 2016.12.29 日以来大宗交易情况（2017.2.19 统计）



数据来源: Wind

三、 公司业务分析

1. 公司简介

- 分众传媒成立于 2003 年，2005 年 7 月到 2013 年 5 月期间在美国纳斯达克上市，2015 年底，分众传媒借壳七喜控股在 A 股上市。公司构建了国内最大的城市生活圈媒体网络，正致力于成为国内领先的 LBS 和 O2O 媒体集团。公司当前的主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含楼宇视频媒体和框架媒体）、影院银幕广告媒体、卖场终端视频媒体等。楼宇视频、框架、影院映前媒体市占率分别达到 95%、70%、55%，是线下流量第一入口。
- 股权结构:** 交易完成后，公司实际控制人变更为江南春，其通过全资控股公司 Media Mangement (HK) 持有上市公司 23.34% 股份，员工持股企业融鑫智明持股比例为 1.62%。

002027 十大股东明细						返回首页	导出EXCEL
日期	排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	增减(股)	股本性质	
2016-09-30	1	Media Management Hong Kong Limited	2,039,177,844	23.34	不变	限售流通A股	
2016-09-30	2	Power Star Holdings(Hong Kong) Limited	751,688,050	8.60	不变	限售流通A股	
2016-09-30	3	Glossy City(HK) Limited	666,041,672	7.62	不变	限售流通A股	
2016-09-30	4	Giovanna Investment Hong Kong Limited	646,398,712	7.40	不变	限售流通A股	
2016-09-30	4	Gio2 Hong Kong Holdings Limited	646,398,712	7.40	不变	限售流通A股	
2016-09-30	6	珠海融皓股权投资合伙企业(有限合伙)	285,659,504	3.27	不变	限售流通A股	
2016-09-30	7	上海箬菁投资管理合伙企业(有限合伙)	190,439,670	2.18	不变	限售流通A股	
2016-09-30	8	易贤忠	187,516,384	2.15	-7,000,000	流通A股, 限售流通A股	
2016-09-30	9	珠海晋汇创富叁号投资企业(有限合伙)	171,247,174	1.96	不变	限售流通A股	
2016-09-30	10	HGPLTI Holding Limited	159,221,504	1.82	不变	限售流通A股	
		合计	5,743,789,126	65.74	--	--	

2. 经营情况

- 营收情况:** 公司业绩长期保持稳健增长态势，毛利率以及 ROE 稳步提升，现金流充沛。2015 年公司实现营业收入 86.27 亿元，净利润 33.89 亿元，分别增长 15.07% 和 40.35%，实现扣非后净利润 30.69 亿元，同比增长 44.5%，超过 2015 年承诺业绩 29.59 亿元，经营性净现金流 26.3 亿元，ROE 高达 73.7%。

表格3: 公司增长稳健, 毛利率稳步提升

	2012年	2013年	2014年	2015年
营业收入(亿元)	61.72	66.75	74.97	86.27
收入增速	17.02%	8.14%	12.33%	15.07%
净利润(亿元)	13.39	20.77	24.15	33.86
净利增速	47.00%	55.13%	16.27%	40.22%
经营性净现金流(亿元)	25.46	29.69	25.17	26.30
毛利率	68.23%	70.15%	70.20%	70.56%
ROE	22.57%	41.14%	43.43%	73.70%

资料来源: 公告、华泰证券研究所

- 2) **营收结构: 楼宇广告提供主要收入来源, 影院媒体提供向上动力。**2015年楼宇广告实现收入69.5亿元, 同比增长12.3%, 占总收入80.5%, 其中楼宇视频媒体高渗透率覆盖和高频次宣传加强用户几亿并提高购买决策转化率, 公司楼宇视频媒体约18.9万台, 覆盖全国约90个城市和地区, 框架媒体在楼体内的碎片化时间内通过强迫式高频次投放产生作用, 公司框架媒体保有量超111万, 覆盖46个城市。公司影院媒体实现收入同比增长42%至13.5亿元, 提供业绩向上动力, 现阶段公司签约影院超1000家, 覆盖银幕超6500块, 约250多个城市的观影人群。

报告期日期	收入构成	主营收入(元)	收入比例(%)	主营成本(元)	成本比例(%)	主营利润(元)	利润比例(%)	毛利率(%)
2015-12-31	楼宇媒体	69.5亿	80.50	18.1亿	71.20	51.4亿	84.38	73.96
2015-12-31	影院媒体	13.5亿	15.68	5.12亿	20.14	8.42亿	13.82	62.19
2015-12-31	其他媒体	3.29亿	3.81	2.20亿	8.65	1.09亿	1.79	33.20

- 3) **性价比超强, 仍有较大提价空间:** 在品牌广告领域, 由于传统电视台注意力被分流, 从而导致广告主涌向头部内容, 使得热门综艺节目广告投放门槛迅速提升。然而同样拥有品牌引爆能力的分众, 与电视台相比具有较大的价格优势, 这与公司的成本结构相关。公司媒体成本主要是物业租金, 且由于超高的市占率, 使得租金成本可控性强。2015年分众传媒和不同城市电视台的广告CPM(千人次到达成本)做对比, 分众传媒在一线城市(北京、上海、广州、深圳)的CPM在50左右, 而当地最具性价比的电视台广告CPM均在100以上, 最高的广州达到532, 一线城市电视广告成本是分众广告成本的2-11倍; 而在二线城市(以石家庄、天津、青岛、南京、长沙、厦门为代表), 电视广告成本是分众广告成本的9-32倍不等。分众楼宇视频媒体广告的成本显著低于同城市的电视广告, 具有很高的性价比和较大的提价空间。

图16: 分众广告与电视广告相比有显著的成本优势

		2013年			2014年			2015年		
		分众传媒广告CPM	当地最优电视台CPM	电视台/分众CPM倍数	分众传媒广告CPM	当地最优电视台CPM	电视台/分众CPM倍数	分众传媒广告CPM	当地最优电视台CPM	电视台/分众CPM倍数
一线城市	上海	44	447	10	50	393	8	44	273	6
	北京	53	346	7	67	283	4	53	241	5
	广州	44	154	3	54	433	8	48	532	11
	深圳	41	466	11	47	195	4	52	109	2
二线城市	石家庄	117	735	6	133	1,381	10	48	1,073	23
	天津	52	415	8	57	623	11	43	458	11
	青岛	47	556	12	53	490	9	33	284	9
	南京	73	515	7	77	407	5	59	505	9
	长沙	38	1,249	33	43	1,002	23	27	883	32
	厦门	21	880	41	20	806	39	18	523	30

资料来源: CTR、华泰证券研究所

3. 主要业务

- 1) 公司在楼宇视频和框架广告领域具有绝对领先的规模优势，同时，公司布局卖场媒体以及影院媒体，致力于将工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景相互整合，形成生活圈媒体网络。经过数十年耕耘，公司打造出覆盖全国 250 多个城市、3 亿城市主流消费人群的“全国一张网”式大媒介平台，遍布在人们的生活轨迹上，成为线下第一流量入口。

图1：分众的生活圈媒体构成



资料来源：公告、华泰证券研究所

- 2) 楼宇视频、框架媒体以及影院媒体拥有超高市占率：截止 2015 年底，公司拥有楼宇视频媒体 18.90 万台，市占率约为 95%；框架媒体 111 万个，市占率约为 70%；卖场终端视频媒体约 5.9 万台，分布于沃尔玛、家乐福等大型卖场共约 2,000 家；同时，公司积极布局影院媒体，目前签约影院超过 1000 家、银幕超过 6500 块，市场占有率约为 55%。
- 3) 楼宇视频、框架媒体以及影院媒体覆盖人群为城市主流消费人群：根据市场研究机构研究结果，楼宇视频媒体受众人群中 70% 以上是家庭消费品类购买决策者；框架媒体的受众中 78% 以上是中等以上收入家庭消费者；观影人群中 20-35 岁人群占比为 74.2%。
- 4) 除 BAT 之外，国内广告投放量第三大媒体：按照 2015 年各大媒体广告收入计算，公司已排在 CCTV 和湖南卫视之后，成为中国广告投放第三大媒体。

表格2：按照广告收入计算，分众是国内除 BAT 外第三大媒体

媒体	单位：亿元			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
CCTV	142	159	-	-
湖南卫视	53	64	75	101.8
分众传媒	62	67	75	86
浙江卫视	25	33	48	85
优酷土豆	19	31	42	68 左右
乐视网		8	16	26

资料来源：华泰证券研究所

- 5) 基于对大数据分析上，从云到屏实现广告精准投放。分众对于大数据的整理，可以分为三个层面：
 - A、物业云：公司在各小区、写字楼和商超均有广泛的媒体覆盖，在物业数据上拥有强大的竞争优势。公司于 2012 年开始建立基于物业（楼龄、楼价、商圈位置、楼宇入住人群）的 LBS 大数据分析和投放

系统，并持续完善对已有签约物业（含写字楼、公寓楼等）和覆盖人群的数据收集和分析；

B、搜索云：与百度合作，引入基于不同经纬度上不同物业的搜索数据，分析不同物业不同搜索词出现的频率，做相应的品牌推送；

C、电商云：和淘宝等电商合作，掌握对不同物业的电商送货数据，从而建立楼宇和社区公寓的商品品类需求指数和品牌需求指数的大数据库。

图17：从云到屏实现广告精准投放

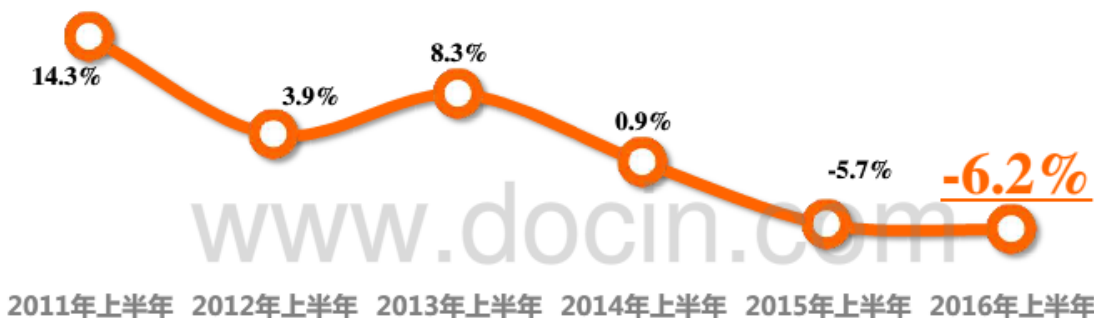


资料来源：华泰证券研究所

4. 所处行业发展情况

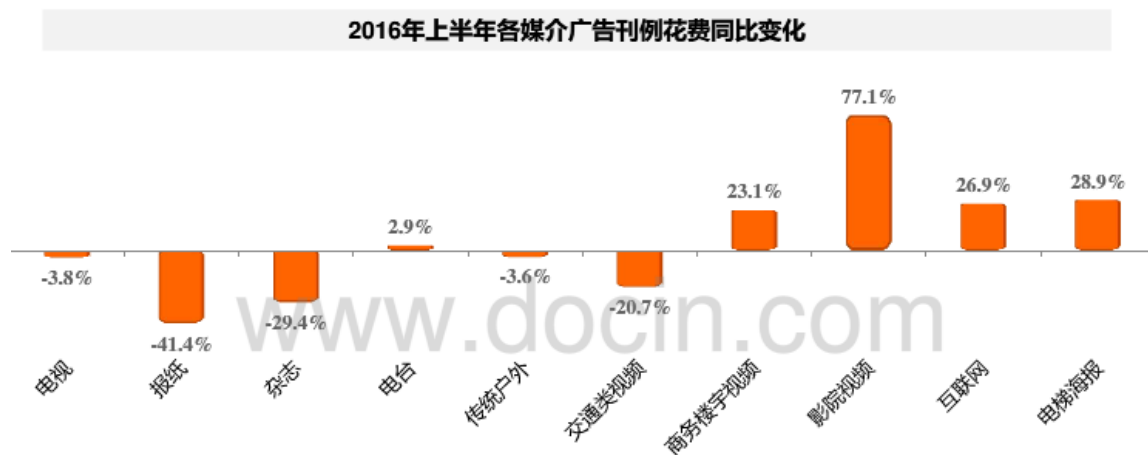
- 1) 中国广告市场整体继续低迷，较去年同期略有好转：根据 CTR 媒介智讯发布的《2016 年上半年中国广告市场回顾》报告显示，2016 年上半年，中国广告市场整体较去年同期有所好转，同比增长 0.1%，主要下跌板块为传统广告，下跌 6.2%。根据《2015 中国广告花费总结》的报告，其中显示中国整体广告市场下跌了 2.9%，主要下跌板块为传统媒体，全年损失了创纪录的 7.2%。

2010-2016年上半年传统广告刊例花费同比增幅



- 2) 根据 CTR 媒介发布的《2016 年上半年中国广告市场回顾》报告显示，传统五大媒体按刊例价计算的广告花费继续下滑，上半年同比下滑 6.2%，相较于 2015 年上半年同比下降 5.7%。报纸广告和杂志广告仍是跌幅最大的传统媒体，刊例价收入较去年同期分别下降 41.4%和 29.4%；电视广告同期跌幅略有收窄为 3.8%，电台广告同期弱势增长 2.9%；与此相比，影院视频、电梯视频、电梯海报以及互联网

广告的刊例价收入较去年同期分别上升 77.2%、23.1%、28.9%以及 26.9%，是整个 2016 年上半年对广告市场增长贡献最大的媒体类型。



四、 风险因素

1. 宏观经济低迷，主业发展低于预期；
2. 金融、娱乐战略布局，进展低于预期。